

Chapitre 1

Introduction et dynamique stratégique d'une opération de fusion acquisition

Mots clés

Cocontrôle	Croissance externe	Diversification liée
Fusion conglomerale	Fusion horizontale	Fusion verticale
Majoritaire	Minoritaire	Minorité de blocage
Opération défensive	Opération offensive	Prime de contrôle
Prix	Ramp-up	Run-rate
Stand-alone	Synergie de coûts	Synergie de revenus
Synergies financières	Valeur	

Qu'est-ce qu'une transaction de fusion acquisition, couramment baptisée opération de M&A (*Merger and Acquisition* ou *deal* en français) ou **croissance externe** ? Il s'agit essentiellement de la mise en commun d'actifs ou d'intérêts économiques entre deux ou plusieurs entités. Le plus souvent, cette mise en commun se traduit par une opération de cession : à l'issue d'un processus itératif de convergence entre les parties souvent long et complexe, un acheteur achète un actif à un certain prix auquel le vendeur est d'accord pour vendre ! Mais, dans certains cas, l'acheteur peut très bien payer en titres de son entreprise et donc être vendeur de celle-ci, tandis que le vendeur peut recevoir des titres en échange des actifs cédés et donc être acheteur, le tout à un prix variable... Il n'existe ainsi que des cas particuliers ; néanmoins, l'objectif de ce premier chapitre est de conceptualiser les éléments fondamentaux d'une transaction, dénominateurs communs à toute opération de fusion acquisition. Nous ne traiterons pas ici des accords industriels ou commerciaux en tous genres sans conséquence au niveau capitalistique.

1. Principaux éléments d'une transaction de fusion acquisition

Chaque semaine, les médias annoncent de nouveaux projets de rapprochements entre deux entreprises (ou plus) en utilisant copieusement le terme ambigu de « fusion ». Ainsi « CMA CGM fusionne avec Bolloré Logistics » ou « Orange fusionne avec l'espagnol MasMovil ». Traduction abusive de l'anglais *merger* qui regroupe l'ensemble des opérations au travers desquelles deux entreprises prennent la décision mutuelle de se regrouper en une seule entité économique. Il est important de bien distinguer en français la fusion au sens juridique du terme de la « fusion journalistique » synonyme de rapprochement économique entre deux entités, quelles qu'en soient les modalités. En outre, deux entreprises peuvent « fusionner » économiquement sans pour autant utiliser la technique juridique de la fusion.

L'objet de la transaction

La transaction porte en général sur la propriété d'une activité économique, d'un *business*, que nous appellerons la « cible » ou l'« entreprise ». Le transfert de propriété peut être total ou partiel, et évolutif dans le temps. On le supposera cependant suffisamment substantiel pour permettre à l'acquéreur d'exercer une influence notable sur la gestion de l'entreprise.

Il existe trois niveaux de contrôle d'une entreprise. Si la transaction permet à l'acquéreur de détenir plus de la moitié du capital ou des droits de vote de cette entreprise, bref, d'être en capacité de désigner les dirigeants de la cible, on parle de prise de contrôle ou d'actionnaire **majoritaire**. C'est la forme la plus courante de rapprochement. Si la transaction permet à l'acheteur de bénéficier de droits politiques et/ou financiers partagés avec un autre actionnaire, on parle de **cocontrôle**. Enfin, si la transaction ne permet pas à l'acquéreur de détenir le contrôle de la cible, on parle d'acquisition d'un intérêt ou d'une position de **minoritaire**. On peut citer par exemple la prise de participation minoritaire, pour 1,7 milliard d'euros, de 10 %, de L'Oréal dans Galderma, spécialiste des cosmétiques et plus spécifiquement de l'esthétique injectable et de la dermatologie. Les deux groupes restés indépendants ont également signé un partenariat stratégique de recherche & développement.

On peut trouver également un ou plusieurs actionnaires minoritaires (investisseurs institutionnels, personnes physiques, salariés directement ou *via* un plan épargne entreprise), détenant une **minorité de blocage** en assemblée générale des actionnaires. Cette minorité de blocage (un tiers des droits de vote plus un en France) permet de bloquer en assemblée générale extraordinaire des décisions importantes comme une augmentation de capital, un apport d'actifs ou de titres, une réduction de capital, une scission. Sans minorité de blocage, l'actionnaire minoritaire a des pouvoirs très limités et doit généralement se contenter de dénoncer les abus de

droit des majoritaires, ou au mieux convoquer un expert pour en témoigner comme nous le verrons au chapitre 13.

Une transaction peut se traduire par l'acquisition de tout ou partie des titres financiers existants ou potentiels d'une entreprise (actions, obligations convertibles, options, etc.). À l'opposé, une transaction peut porter directement sur des actifs corporels (usines, terrains, machines, etc.), incorporels (droits, marques, fonds de commerce, etc.) et des actifs et passifs d'exploitation (tels que stocks, créances clients, dettes fournisseurs) de l'activité cédée. Le vendeur peut détenir ces actifs (et être redevable de ces passifs) soit directement, soit au travers d'une entité juridique : il est fréquent pour le vendeur de filialiser les actifs et passifs destinés à être cédés afin de se ramener au cas précédent puisqu'on cède alors le contrôle de la filiale à l'acheteur. Ce procédé est ainsi souvent pratiqué dans l'industrie pharmaceutique et permet de céder au sein d'une même entité l'ensemble des droits, des procédés de fabrications et des stocks.

Les opérations portant sur les titres ou portant sur les actifs sont deux modalités de rapprochement extrêmement différentes, impliquant notamment un traitement fiscal distinct. On peut également concevoir des opérations mixtes dans lesquelles il y a simultanément cession de titres financiers et d'un droit incorporel ou d'un terrain qui n'appartenait pas à la société cible.

Quelle que soit sa forme, l'objet et le périmètre de la transaction doivent être clairement définis et isolés des autres activités du vendeur. L'identification physique et comptable (on parle de « détournage » ou de *carve-out* en français) des actifs et passifs d'une activité peut s'avérer particulièrement ardue, notamment lorsque ceux-ci sont partagés entre plusieurs sociétés, elles-mêmes impliquées dans d'autres activités. Cet exercice est donc difficile et constitue un préalable indispensable à tout processus de vente. On découvre ainsi souvent en cours de route la filiale chilienne ou gabonaise de l'entreprise faisant l'objet des négociations, filiale en perte naturellement, et dont on ne vous a quasiment jamais parlé !

Les parties prenantes

Outre la cible, on pense prioritairement à l'acheteur, également appelé « initiateur », et au vendeur. Ces derniers peuvent être des entreprises industrielles ou commerciales (ils sont souvent qualifiés d'« investisseurs stratégiques » ou d'« acheteurs ou vendeurs industriels »), une famille, des personnes physiques, des établissements financiers, un État procédant à des privatisations ou nationalisations, des investisseurs financiers professionnels (souvent appelés « acheteurs financiers ») comme les fonds de *private equity* ; des fonds d'investissement spécialisés dans la reprise d'entreprises cotées ou non cotées, de filiales de grands groupes ou de sociétés familiales, au moyen d'opérations financées par effet de levier (dites de LBO pour *Leveraged Buy Out*) que nous verrons au chapitre 16.

Acheteurs et vendeurs ne sont pas les seules parties prenantes dans la transaction. De nombreux tiers peuvent en effet venir faciliter ou, à l'inverse, compliquer et parfois compromettre l'opération. On pense notamment au management de l'entreprise ou de l'activité cible, voire de l'acheteur et du vendeur ; aux actionnaires minoritaires, dont les plus remontés sont appelés activistes, aux clients, fournisseurs, créanciers ou concurrents, aux différents conseils (avocats, banquiers, fiscalistes, comptables...) sans oublier les pouvoirs publics (qu'ils soient nationaux ou européens) et leurs représentants. Animés par des objectifs souvent contradictoires et non transactionnels, et parfois protégés par la réglementation, ces tiers peuvent exercer une influence considérable sur la transaction. On ne saurait les négliger. La cession en 2024 d'Opella, la division santé grand public de Sanofi et productrice du Doliprane, au fonds d'investissement américain CD&R illustre l'influence significative que peut jouer les pouvoirs publics dans des opérations jugées stratégiques. L'État a fortement influencé la transaction à travers des procédures de contrôle des investissements étrangers, l'exigence de garanties d'emploi et de production ainsi qu'en invitant Bpifrance à devenir actionnaire minoritaire au côté du fonds.

Valeur et prix : savoir faire la différence

Acheteurs et vendeurs prennent à l'occasion de la transaction des décisions d'investissement opposées quant à la cible. Comme nous le verrons au chapitre 9, un investissement est créateur de valeur en finance s'il dégage une rentabilité supérieure à celle que les investisseurs qui le financent sont en droit d'exiger, compte tenu du risque pris. La valeur financière de cet investissement se définit alors comme la valeur actuelle des performances attendues (mesurées par les flux de trésorerie prévisionnels liés à l'exploitation) actualisées au taux exigé par les apporteurs de capital (appelé coût moyen pondéré du capital) comme nous le verrons dans le chapitre 11, consacré à la méthode DCF.

Selon cette logique, le vendeur se désengage d'une entreprise lorsque le prix d'achat qu'on lui propose est supérieur à la valeur qu'il pourrait raisonnablement créer en conservant l'actif, compte tenu de sa perception du risque. Symétriquement, l'acheteur consacrera des ressources à l'acquisition seulement s'il peut espérer « créer de la valeur » au regard du prix d'acquisition, c'est-à-dire obtenir une rentabilité économique supérieure au coût exigé par ses pourvoyeurs de fonds, mobilisés dans le cadre de l'opération.

Valeur et **prix** sont donc deux concepts très différents. La valeur d'une activité dépend du projet économique dans lequel elle s'inscrit tandis que le prix est le fruit d'une négociation entre les parties. On conçoit facilement que l'entreprise ait une valeur différente selon qu'elle reste dans le giron du vendeur ou qu'elle rejoint le portefeuille de l'acheteur, notamment lorsque des synergies, les bénéfices du rapprochement, sont anticipées ou qu'un changement de stratégie s'accompagne d'un changement d'équipe.

Bien que distincts, les deux concepts de valeur et de prix ne sont pas complètement indépendants. La valeur de l'entreprise, établie respectivement par l'acheteur et le vendeur, borne *a priori* l'intervalle de négociation du prix. Le vendeur n'aurait, en effet, aucun intérêt à céder l'activité à un prix inférieur à la valeur dite *stand alone*, c'est-à-dire en l'état, tandis que l'acheteur ne saurait proposer un prix revenant à concéder au vendeur toute la valeur des bénéfices attendus de l'opération. L'acheteur prend donc un double risque : non seulement son estimation de la valeur *stand alone* doit être pertinente, mais également celle de la valeur actuelle des bénéfices attendus du rapprochement, dont une partie a déjà peut-être été restituée au vendeur en fonction du prix proposé.

Si l'entreprise est cotée, son cours de bourse représente souvent une valeur plancher pour la négociation : tout d'abord il n'y a de discussions de gré à gré possibles que si la valeur pour l'acheteur s'avère supérieure à celle du vendeur (ou au cours de bourse) ; ensuite, le vendeur, considérant qu'il ne saurait céder son actif à un prix inférieur, met en avant la difficulté à convaincre les actionnaires minoritaires pour obtenir une prime maximale... La fixation du prix dans cet intervalle (et parfois en dehors) dépend, d'une part, des objectifs particuliers des parties et surtout, d'autre part, de l'environnement (marché et *timing*) et des contraintes pesant sur l'opération.

Le lecteur peut se référer au chapitre 6 dans lequel les mécanismes du passage de la valeur au prix sont abordés.

Les modalités et la structure de l'opération : cash, titres, ou les deux ?

Il s'agit principalement des différentes modalités techniques retenues par l'acheteur et le vendeur pour mettre en œuvre le rapprochement : cession, apport de titres ou d'actifs, fusion absorption, offre publique, etc. que notre lecteur retrouvera dans la troisième partie de cet ouvrage. Le débat porte sur deux points essentiels : la nature du paiement proposé au vendeur par l'acheteur puisque ce dernier peut, en guise de paiement, remettre au vendeur soit du cash, soit ses propres titres, et le calendrier associé, immédiatement ou sur la base d'un échéancier agréé pouvant inclure un complément de prix conditionné à l'atteinte de certains objectifs.

Dans le cas le plus fréquent, l'acheteur prend le contrôle d'une entreprise en payant en numéraire les titres achetés (*cash*). On parle alors d'acquisition ou de cession de titres ou d'actifs. Pour les sociétés cotées, compte tenu notamment du nombre important d'actionnaires existants, cette opération prend la forme d'une offre publique d'achat (ou OPA). Le paiement en numéraire peut se faire sur la trésorerie disponible de l'entreprise, faire l'objet d'un financement bancaire ou d'une opération de marché destinée à financer l'acquisition (émission de titres de dette par exemple). Enfin, le paiement en numéraire peut également être refinancé ultérieurement par l'entreprise sous la forme d'une augmentation

de capital destinée à faire entrer de nouveaux actionnaires croyant au projet de rapprochement. En tout état de cause, et en dehors des liens contractuels résiduels à l'issue de la transaction, le vendeur est désintéressé de l'avenir de la cible.

Pour éviter de mobiliser des liquidités, l'acheteur peut proposer de payer tout ou partie du prix convenu en titres qu'il détient déjà (sous forme d'autocontrôle ou d'autodétention) ou bien en titres à émettre à l'issue d'une assemblée générale extraordinaire ayant approuvé l'opération. Dans ce cas, tout se passe comme si le vendeur avait immédiatement réinvesti le fruit de la cession en titres de l'acheteur et devient donc... acheteur lui-même ! S'agissant de titres financiers, le vendeur a donc apporté ses titres de la cible, recevant en échange des titres de l'acquéreur. On parle alors d'apport de titres.

Plus qu'une valeur absolue, il convient donc d'établir une valeur relative ou poids relatif entre les deux entités. Ramenée à un rapport entre valeur par action de la cible et valeur par action de l'acquéreur, on parle de parité d'échange. C'est notamment le cas lorsque les fondateurs d'une entreprise apportent le contrôle de celle-ci à une autre société plus importante (on parlera souvent d'adossement). Pour les sociétés cotées, compte tenu du nombre important d'actionnaires existants, cette opération peut prendre la forme d'une offre publique d'échange (ou OPE).

Ainsi en 2024, lors de l'offre public d'échange entre Covivio et sa filiale également cotée Covivio Hotels, la parité d'échange proposée aux actionnaires des deux groupes était de 31 actions Covivio contre 100 actions Covivio Hotels apportées.

Dans un schéma d'OPE, le vendeur n'est pas désintéressé de l'avenir du nouvel ensemble issu du rapprochement et il compte bien profiter de la création de valeur issue du rapprochement. La fusion absorption au sens juridique du terme constitue une forme particulière d'opération en titres, dans laquelle la société cible ou absorbée disparaît à l'issue de l'opération, son patrimoine ne formant plus qu'un avec l'initiateur de la fusion appelé société absorbante, comme nous le verrons au chapitre 15.

L'acheteur peut remettre également au vendeur des titres d'une autre entité qu'il détient ou d'autres actifs (corporels ou incorporels). Dans ce cas, il s'agit d'une opération de troc ou de *swap* d'actifs, qui consiste à échanger un actif pour un autre jugé plus intéressant, comme les *swaps* de stations-service entre les grandes compagnies pétrolières cherchant à compléter leur maillage d'un territoire donné.

Il existe également des opérations mixtes dans lesquelles il y a paiement en titres et en cash simultanément ou de façon différée. Ainsi, une entreprise peut procéder à l'acquisition d'une autre entreprise en payant le ou les actionnaires majoritaires en titres et en désintéressant les autres actionnaires en numéraire. Dans la pratique, droit et fiscalité sont souvent

des paramètres déterminants lors de la définition des modalités de la transaction : l'entreprise peut présenter un report fiscal déficitaire, le vendeur peut souhaiter être payé en titres pour reporter son éventuelle plus-value, ou encore l'acheteur peut préférer acheter des actifs afin d'éviter de reprendre la responsabilité ou même d'être exposé à des contentieux importants.

Le tableau 1.1 entend présenter les différentes formes d'opérations selon l'objet de la transaction et le moyen de paiement utilisé par l'acheteur.

TABLEAU 1.1

Récapitulatif des différentes formes de transactions

		Objet de la transaction	
		Actif	Titres
Moyen de paiement	Cash	Acquisition (ou cession) d'actifs	Acquisition (ou cession) de titres
	Titres	Apport partiel d'actifs	Apport de titres ou fusion absorption

Les due diligences

On appelle *due diligence* le diagnostic approfondi que réalise l'acquéreur et ses éventuels conseils sur la cible, pour permettre l'exploitation systématique et pluridisciplinaire de toutes les informations disponibles sur cette entreprise, afin d'apprécier les risques et opportunités de celle-ci. On distingue plusieurs types de *due diligences* : la *due diligence* stratégique, la *due diligence* opérationnelle, la *due diligence* comptable et financière, la *due diligence* sur la performance extra-financière dite « ESG », la *due diligence* juridique, Ressources Humaines et fiscale ainsi que des *due diligences* techniques (IT, assurance...). Ce travail doit permettre d'identifier les principales zones de risques et d'aboutir à une quantification préliminaire de leur matérialisation éventuelle. Le sujet des *due diligences* est traité en détail au chapitre 4.

Le contexte de la transaction

L'analyse des différentes caractéristiques de la transaction permet donc de faire émerger une fourchette de prix et plus généralement les modalités du rapprochement, mais l'aboutissement final de la négociation résulte de la confrontation des objectifs de l'acheteur et du vendeur, dans le cadre d'un climat de négociation toujours particulier (offre amicale ou hostile par exemple). On pense à des objectifs industriels, de pouvoir ou de

calendrier par exemple. La négociation subit par ailleurs des contraintes extérieures qui ont une influence directe sur le prix proposé. On peut penser au contexte macroéconomique, à la situation des marchés financiers ou aux diverses contraintes réglementaires – droit social, droit boursier, droit de la concurrence, contraintes environnementales. Nous reviendrons plus précisément sur ces objectifs et ces contraintes au chapitre 6.

2. Les caractéristiques stratégiques du rapprochement

La mise en commun d'intérêts économiques entre deux entreprises industrielles ou commerciales s'inscrit fréquemment dans une logique stratégique commune pouvant prendre des formes variées, et souvent analysée en profondeur par les autorités en charge de la concurrence qui devront approuver l'opération. Il existe cependant des cas où la logique de l'opération est essentiellement financière (ou opportuniste), sans synergies : les opérations de LBO en sont un bon exemple. En 2025, la prise de participation par le fonds PAI Partners pour une valeur d'entreprise de 2 milliards d'euros dans la société Alvest, leader mondial d'équipements aéroportuaires d'assistance au sol, en est l'illustration. Cette opération est le cinquième LBO pour Alvest qui avait été précédemment sous le contrôle successif d'Ardian, LBO France, Sagard et de CDPQ. Ainsi PAI accompagne la société dans une nouvelle phase de croissance dont la ligne directrice est l'électrification de la flotte d'équipements et de l'élargissement de l'offre de produits et de services.

2.1. Les différentes typologies de rapprochement

La littérature stratégique classe habituellement les opérations de fusions acquisitions selon leurs motivations stratégiques.

- On appelle **intégration (ou fusion) horizontale** le rapprochement d'entreprises concurrentes ou potentiellement concurrentes. Son but est d'augmenter le pouvoir de marché du nouvel ensemble et de réaliser des économies d'échelle. Le marché pertinent peut être domestique, européen, voire mondial selon la nature des entreprises concernées. Cette catégorie d'opérations constitue la stratégie privilégiée d'une petite entreprise dont le premier levier de croissance est souvent le rapprochement avec un concurrent direct qui lui permet d'atteindre une taille critique, d'augmenter sa capacité de production, voire d'élargir sa gamme de produits. Ainsi en 2025, Air France-KLM a pris le contrôle de son concurrent scandinave SAS. Ce rachat permet à Air France-KLM de disposer d'un *hub* supplémentaire en Scandinavie, afin d'alimenter ses *hubs* de Paris Roissy et d'Amsterdam Schipol. En 2023, dans un autre secteur, Lebronze Alloys, spécialiste français des alliages métalliques, a acquis deux entreprises internationales :

l'américain Heyco Metals, un producteur de bandes de cuivre laminées, et l'allemand Diehl Metall Messing, un fabricant de produits en laiton. Ces acquisitions stratégiques ont permis à Lebronze Alloys de renforcer sa position sur le marché mondial des alliages de cuivre, d'élargir son portefeuille de produits, et d'accéder à des capacités industrielles supplémentaires dans des régions stratégiques. En intégrant ces acteurs, Lebronze Alloys a également consolidé sa chaîne d'approvisionnement et diversifié sa clientèle en Amérique du Nord et en Europe.

- Une **intégration (ou fusion) verticale** est définie comme le rapprochement d'entreprises d'une même filière qui n'étaient pas directement concurrentes. Ces opérations s'accompagnent fréquemment de l'internalisation d'une activité qui pouvait se situer en aval (prescripteur ou distributeur voire client) ou en amont (fournisseur) de la chaîne de valeur d'une entreprise donnée. Par exemple, en 2023, Rolex, leader mondial de l'horlogerie de luxe, a annoncé l'acquisition de Bucherer, premier détaillant horloger de luxe mondial. Cette opération marque l'entrée de Rolex sur le marché des montres d'occasion, segment particulièrement attractif, grâce à l'expertise et au réseau de 100 boutiques Bucherer dans la vente de montres neuves et de seconde main. Les magasins Bucherer, qui distribuent également des marques concurrentes, doivent permettre à Rolex de mieux analyser les préférences des consommateurs et de renforcer sa position dominante sur le marché de l'horlogerie de luxe.

On peut également citer l'exemple du géant de l'optique EssilorLuxottica, qui, en 2025, a racheté une chaîne de 70 cliniques ophtalmologiques, Optegra qui était l'un de ses clients, dans le but d'approfondir ses connaissances médicales (chirurgie de la cataracte, traitement de la dégénérescence maculaire, utilisation de l'intelligence artificielle en pré- et en post-opération...), et ainsi anticiper les besoins et les évolutions scientifiques.

- Les **opérations de diversification liée**, aussi appelées opérations concentriques, regroupent des entreprises susceptibles de partager des compétences communes dans la maîtrise des maillons de la chaîne de la valeur. Par exemple, la Compagnie des Alpes, exploitant historique de domaines skiables alpins, a effectué plusieurs acquisitions afin de compléter son offre de loisirs et se diversifier d'une activité trop saisonnière. On peut ainsi citer l'acquisition du musée Grévin, du parc Astérix et des parcs Walibi. Cette logique s'est confirmée en 2024 avec l'acquisition du groupe Urban, numéro 1 du foot à 5 et coteader du padel en France, sur la base d'une valeur d'entreprise d'environ 160 millions d'euros.

Un autre exemple est l'acquisition du français Staci par l'acteur traditionnel de la poste belge bpost, finalisée en 2024 pour 1,3 milliard d'euros en valeurs d'entreprise. Cette transaction permet au groupe

belge de renforcer sa position dans la logistique BtoB, un segment complémentaire à son activité d'envoi de courriers et de colis ainsi que de gestionnaire d'un réseau de bureaux de poste. Grâce à des synergies de revenus à travers plusieurs géographies, notamment l'intégration des 80 entrepôts de Staci répartis en Europe, aux États-Unis et en Asie, bpost élargit significativement son portefeuille de services logistiques et consolide sa stratégie internationale dans la logistique BtoB. Cette acquisition auprès du fonds Ardian pour 1,3 milliard d'euros, permet au groupe belge, historiquement spécialisé dans l'acheminement et la distribution de courrier, de colis et de presse, de s'appuyer sur l'expertise reconnue de Staci dans la logistique sur mesure.

- Les **fusions conglomerales** sont issues de rapprochements d'entreprises dans des secteurs qui ne présentent aucun point commun direct. Elles sont fréquentes dans les groupes familiaux. On pense à la montée progressive du groupe CMA CGM, originairement un armateur naval, dans le secteur de la logistique, du fret aérien, puis celui des médias. Cette diversification dans la logistique a été marquée par l'acquisition de CEVA Logistics en 2019 après une OPA amicale, l'acquisition de Gefco (logistique automobile) en 2022 intégré à CEVA l'année suivante, puis de Bolloré Logistics en 2024 pour 5 milliards d'euros en valeur d'entreprise. Cette dernière acquisition a permis à CMA CGM de devenir le cinquième acteur mondial de la logistique, en ajoutant 900 000 m² d'entrepôts et 14 000 salariés à son portefeuille. En ce qui concerne le pôle médias, sa construction avait débuté en 2022 avec la reprise de *La Provence* et *Corse Matin* ainsi qu'avec une prise de participation minoritaire dans le groupe M6. Aujourd'hui, CMA Média compte aussi dans son portefeuille le média en ligne Brut, *La Tribune*, RMC et BFM.

Un autre exemple de diversification conglomerale est celui de LVMH dans l'hôtellerie de luxe avec l'acquisition de Belmond pour 2,6 milliards de dollars. Finalisée en 2019, cette opération a intégré dans le portefeuille du groupe 46 hôtels mais aussi des trains et croisières fluviales dans 24 pays. LVMH justifie cette diversification comme la construction d'un leader mondial des produits de luxe bien que ses activités s'étendent à des secteurs très différents comprenant la mode, les vins et spiritueux, les parfums, l'horlogerie et la joaillerie mais aussi la distribution (Sephora), l'hôtellerie (Belmond) et les médias (*Les Échos*).

Les stratégies de diversification conglomerale sont moins fréquentes dans les groupes non familiaux qui suivent plutôt des stratégies de recentrage. En effet, les marchés financiers requièrent de la lisibilité stratégique et valorisent mieux les sociétés dont l'activité est centrée sur un seul métier (les *pure players* en français).

- Des motivations stratégiques de souveraineté peuvent aussi être à la source d'opérations de fusion ou d'acquisition lorsqu'un État cherche à préserver ou à renforcer son autonomie dans des secteurs jugés critiques pour sa sécurité nationale ou son indépendance économique. Ainsi, en 2024, l'État français a acquis 80 % d'Alcatel Submarine Networks, leader mondiale dans la pose, la conception et l'entretien de câbles sous-marins, à Nokia lors d'une opération qui valorise l'entreprise 350 millions d'euros en valeur d'entreprise. Cette opération vise à maintenir sous contrôle national une technologie jugée stratégique pour les communications internationales et la souveraineté numérique.

Comme souvent, la réalité est beaucoup plus complexe qu'une simple typologie ne veut bien le faire paraître, une même opération peut relever de plusieurs logiques.

2.2. Les opérations dites offensives ou défensives

Les spécialistes parlent d'**opération offensive** lorsqu'une entreprise fait le choix de la croissance externe pour développer son pouvoir de marché, pénétrer un nouveau segment de ce marché, prendre possession d'un savoir-faire, d'une technologie ou d'un actif spécifique. Ainsi en 2025, le groupe de luxe italien Prada a annoncé l'acquisition de la totalité du capital de Versace auprès de Capri Holdings pour une valeur d'entreprise de 1,25 milliard d'euros. La maison Versace, fondée en 1978 à Milan, rejoindra ainsi un portefeuille de marques comptant déjà Prada, Miu Miu, Church's et Marchesi. Versace conservera son identité créative et sa culture propre, tout en bénéficiant de la plateforme industrielle, du réseau de distribution et de l'expertise opérationnelle du groupe Prada. L'opération vise à renforcer la position de Prada dans le prêt-à-porter et les accessoires de luxe face aux géants français du secteur, LVMH et Kering, en créant un groupe italien capable de rivaliser à l'échelle mondiale.

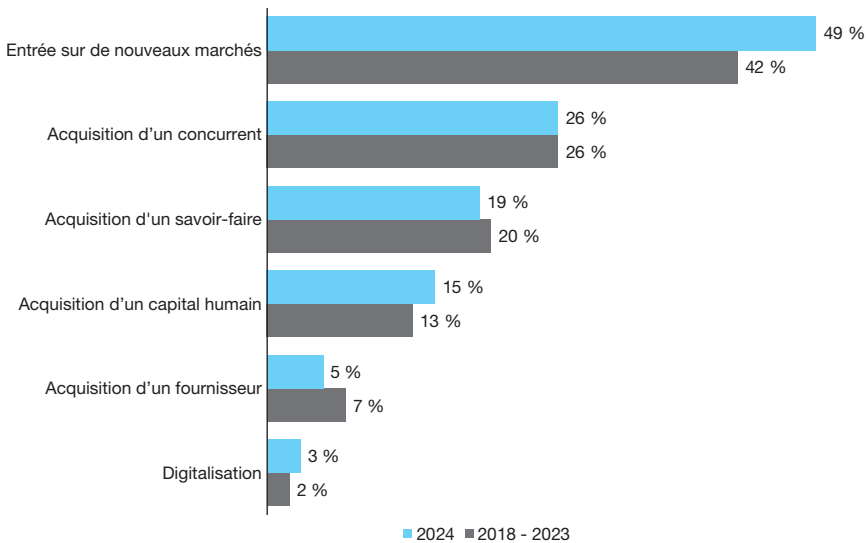
A contrario, une **opération défensive** intervient lorsque l'entreprise achète un concurrent gênant pour le neutraliser ou empêcher un autre acteur du secteur de l'acheter à sa place, consolide une position fragilisée dans un secteur à maturité ou fait l'acquisition d'une entreprise pour protéger le contrôle d'une ressource essentielle dans la chaîne de valeur. Le rapprochement entre PSA et Fiat-Chrysler en 2020 répondait à une logique défensive, puisque cette opération avait pour but de créer un groupe automobile capable de résister à une concurrence internationale croissante et de nouvelles tendances technologiques disruptives. Alors CEO du nouvel ensemble, Carlos Tavares indiquait en conférence de presse que la fusion était « défensive afin de relever [des] défis [...], comme la mobilité zéro émission, les véhicules autonomes et connectés ». La nouvelle entité a permis d'atteindre une taille critique, puisque celle-ci est alors devenue le

4^e constructeur mondial avec un portefeuille de 16 marques. Cela n'empêchera pas la fusion de connaître quelques complications comme nous le verrons plus loin dans ce chapitre.

Le graphique 1.1 présente l'évolution des motivations des opérations de fusions et acquisitions dans un panel multisectoriel européen. Les motivations qui y figurent peuvent chacune relever d'un ou de plusieurs types de rapprochement tels que présentés précédemment. On constate que ce sont des motivations offensives (entrée sur de nouveaux marchés, acquisition d'un concurrent ou d'un savoir-faire) qui reviennent le plus souvent.

GRAPHIQUE 1.1

Les principales motivations des opérations de M&A



Source : CMS M&A Study, 2025.

3. L'évaluation et l'analyse de la prime de contrôle et des différentes synergies

3.1. Synergies de coûts et synergies de revenus

On appelle **synergies de coûts** les économies qui pourraient être réalisées par le nouveau groupe issu du rapprochement des deux entités économiques. Ce sont essentiellement des économies d'échelle liées au rapprochement et au partage de certaines ressources existantes : rationalisation des capacités de production, de l'effort de recherche et développement, des fonctions commerciales (réseaux de distribution, forces de vente...) ou administratives (rationalisation ou mutualisation des fonctions ou des services).

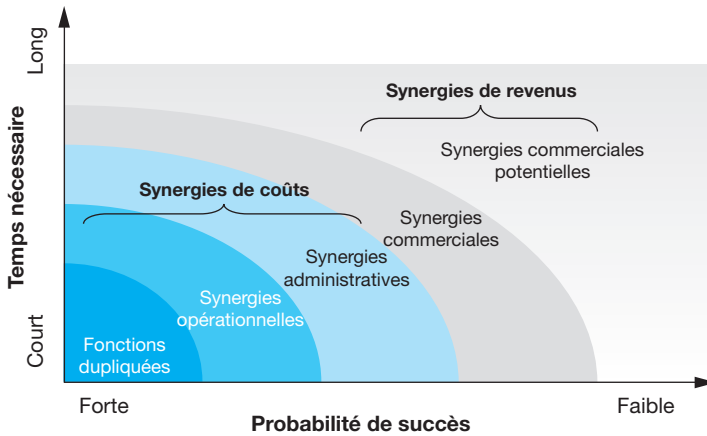
On appelle **synergies de revenus** ou synergies commerciales l'augmentation du chiffre d'affaires liée à l'amélioration du pouvoir de marché de l'ensemble combiné, grâce à un pouvoir commercial supérieur qui peut par exemple permettre de lancer un produit innovant plus rapidement, ou d'accroître la part de marché d'un produit. Il faut toutefois être très prudent dans le cadre de l'évaluation de telles synergies. En effet, elles sont plus hypothétiques que les synergies de coûts dans la mesure où elles doivent surmonter les effets négatifs du rapprochement, comme le départ de certains cadres du nouveau groupe à la concurrence ou la perte de certains clients qui en résulte.

La réalisation progressive des synergies se fait généralement sur plusieurs années. On parle d'horizon de **ramp-up** des synergies en français, qui permet d'atteindre le niveau normatif attendu en année pleine (synergies **run-rate** en français). Mais ces synergies ne se mettent pas en place d'elles-mêmes. Elles se font dans le cadre d'un plan d'intégration (*PMI* pour *Post Merger Integration* en français) et nécessitent toujours des coûts d'implantation (et notamment de restructuration). Ces coûts peuvent largement représenter l'équivalent d'une année pleine de synergies.

Le graphique 1.2 présente les différents types de synergies, ainsi que le degré de difficulté quant à leur mise en œuvre : il apparaît ainsi que les synergies de coûts tendent à être plus faciles et plus rapides à mettre en œuvre. Au contraire, les synergies de revenus nécessitent plus de temps et ont moins de chances de réussir, en particulier parce que le marché et la pression concurrentielle continuent à évoluer, notamment à la suite du rapprochement.

GRAPHIQUE 1.2

Les différents types de synergies



À titre d'exemple, en 2024, Saint-Gobain a finalisé l'acquisition de Fosroc, un acteur français du secteur de la chimie spécialiste des produits et solutions pour la construction, pour un montant de plus de 1 milliard de dollars. Cette opération stratégique vise à renforcer la présence mondiale de Saint-Gobain dans les marchés émergents à forte croissance, notamment en Inde et au Moyen-Orient. Il est prévu que l'intégration de Fosroc génère des synergies estimées à 54 millions de dollars par an dès la troisième année après la clôture de la transaction. Ces synergies incluent 39 millions de dollars de synergies de coûts grâce à l'optimisation des achats, une intégration verticale dans la production de polymères et une rationalisation des coûts logistiques et administratifs. En parallèle, 15 millions de dollars de synergies de revenus du chiffre d'affaires sont attendus en s'appuyant sur des ventes croisées.

La probabilité de succès de mise en œuvre des synergies augmente lorsqu'un véritable plan d'intégration est prévu qui couvre les enjeux stratégiques, commerciaux et sociaux assorti d'un calendrier serré et d'une transparence vis-à-vis des salariés de la cible. L'idéal est de responsabiliser une équipe d'intégration interne qui peut s'appuyer sur des consultants externes. Cependant, le marché continue à évoluer après le rapprochement, et le management de la cible doit souvent faire face à un changement de culture d'entreprise. Ce risque d'exécution augmente considérablement dans le cas d'une offre non sollicitée sur le capital d'une société cotée.

L'industriel qui se lance dans une opération de fusion acquisition doit donc analyser son projet de rapprochement à la lumière de ces différents critères et aboutir à la quantification des synergies et des coûts, sans oublier d'évaluer les délais nécessaires pour y parvenir. L'industriel devra analyser en profondeur l'adéquation entre les caractéristiques de la cible et ses motifs stratégiques, et notamment les possibilités géographiques combinées, le degré de complémentarité ou encore le positionnement de la cible au sein de la filière. La cible lui paraîtra d'autant plus attractive qu'elle offre un potentiel de croissance important, de bonnes marges, une bonne réputation et un bon management. Dans cette perspective, il est possible d'élaborer une matrice des opportunités afin de mesurer le *business fit*.

Certains parlent également de **synergies financières**. Ces synergies financières englobent principalement l'optimisation du besoin en fonds de roulement et la réduction des dépenses d'investissement liée à l'effet de taille issu du regroupement. Enfin, lorsqu'une société industrielle rejoint une entreprise de taille plus importante, cela se traduit également par une amélioration de ses conditions de financement, entraînant une diminution du coût moyen pondéré du capital, en supposant que ce regroupement soit compris, validé, et donc valorisé par le marché. Ces synergies financières ne sont pas de même nature que les synergies de revenus et les synergies de coût liées à un rapprochement entre deux entreprises. Il s'agit avant tout

d'une optimisation et d'une gestion plus efficace des ressources et non d'un surplus de valeur généré par la combinaison des deux entités.

3.2. Des synergies à la prime de contrôle

La prise de contrôle d'une société permet à l'acquéreur de créer de la valeur grâce à deux leviers privilégiés que sont, d'une part, l'amélioration de la performance opérationnelle de l'entreprise en optimisant l'utilisation de l'actif économique et, d'autre part, la mise en œuvre des synergies industrielles et commerciales. Encore faut-il être en mesure de pouvoir changer les choses !

La **prime de contrôle** (*control premium* en français) se définit comme la majoration du prix d'une cible qu'un acheteur consent à payer pour en prendre le contrôle majoritaire et disposer du pouvoir de décision. Dans le cas d'une opération sur une entreprise cotée, il s'agit de la différence entre le prix payé et la valeur boursière de la cible. Cette prime peut s'analyser, lors d'une transaction industrielle, comme étant la quote-part de la valeur actuelle des synergies anticipées rétrocédée par l'acheteur au vendeur pour l'inciter à céder le contrôle de la cible afin de lui permettre de mettre en œuvre ces synergies. Plus le niveau de détention de la cible souhaité par l'acquéreur est élevé, plus la prime de contrôle proposée sera importante. La quantification des synergies anticipées par les acteurs d'un rapprochement joue donc un rôle primordial dans la valorisation de la cible et dans la phase de négociation du prix, même si cette amélioration de la performance demeure très incertaine. Ainsi, lors d'une offre publique d'achat simplifiée en 2024, le groupe coopératif Terrena, acteur majeur de l'agriculture et de l'agroalimentaire en France, a proposé, pour acquérir le contrôle de Tipiak, une prime de 32,3 % par rapport au cours de clôture précédant l'annonce de l'opération. Cette opération a valorisé les capitaux propres de l'entreprise à environ 80 millions d'euros. Terrena a initialement acquis 77,95 % du capital auprès des actionnaires historiques à un prix de 88 euros par action et a ensuite lancé une offre publique d'achat simplifiée obligatoire sur le solde des actions restantes, toujours au prix de 88 euros par action. Terrena atteignant un seuil de contrôle de 97,5 % du capital de Tipiak, la société a été retirée de la cote.

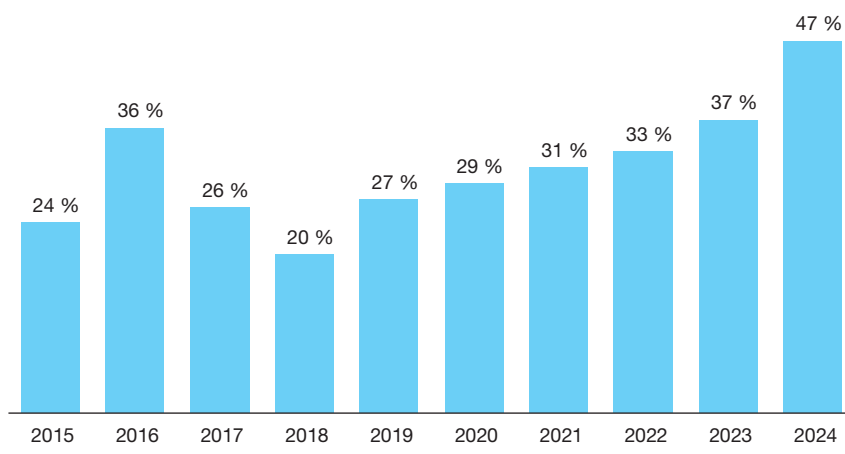
À l'inverse, lorsqu'une opération est initiée par un acheteur financier, la création de valeur repose moins sur des synergies opérationnelles (hormis *build-up* ou *buy and build*, en français, qui revient à mener une politique active de consolidation sectorielle) que sur une optimisation managériale. Dans ce cas, la prime de contrôle reflète principalement la capacité à créer de la valeur *via* la mise en œuvre d'une nouvelle stratégie, plutôt qu'une quote-part de la valeur des synergies. Industriels et financiers paient donc des primes de contrôle de nature différente. Généralement, les primes

payées par les industriels sont supérieures à celles payées par les fonds d'investissement en raison de l'anticipation de synergies.

Le graphique 1.3, présentant l'évolution des primes de contrôle depuis 2015, montre que celles-ci ont augmenté de 2018 à 2024, passant de 20 % à 47 %.

GRAPHIQUE 1.3

Primes sur le cours moyen pondéré par les volumes sur les trois mois précédant l'offre publique



Source : Ledouble, 2024.

Si l'on considère uniquement les acheteurs industriels, le bon raisonnement en termes financiers consiste donc à comparer la prime de contrôle payée lors du rapprochement (en général comprise entre 20 % et 35 % sur le marché français) à la valeur actuelle des synergies anticipées (nettes des coûts de mise en œuvre) à laquelle il convient de déduire les coûts de la transaction et ce qu'il est convenu d'appeler pudiquement les coûts de distraction, qui représentent le manque à gagner lié au fait que le management de la société acquéreuse consacre du temps à l'intégration et à la mise en œuvre des synergies plutôt qu'à poursuivre le développement organique de l'entreprise. En outre, il ne faut pas oublier que la **valeur** de marché *stand alone* de la cible, c'est-à-dire avant prime de contrôle, est incluse dans le prix payé et qu'elle doit être matérialisée en réalisant le plan d'affaires initialement prévu par l'acheteur avant toute mise en œuvre des synergies !

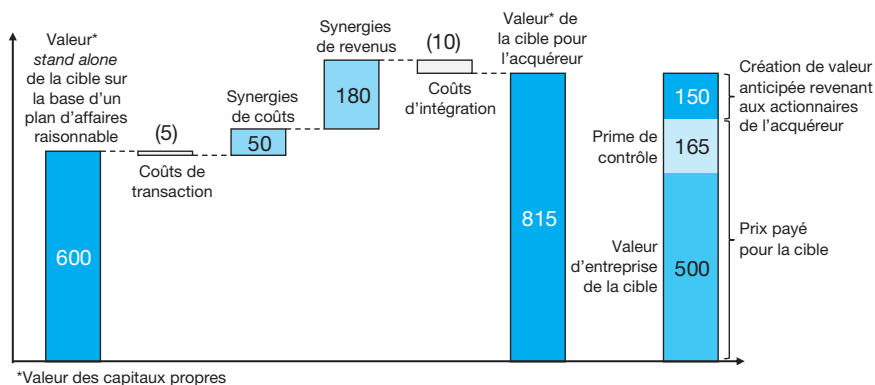
La notion de prime de contrôle est également applicable à l'acquisition de blocs d'actions inférieurs à 50 % du capital ou des droits de vote, notamment dans les situations permettant de passer d'un cocontrôle à un contrôle exclusif. On peut citer l'exemple du groupe industriel SFPI qui,

en 2024, a vu son fondateur acquérir un bloc minoritaire lui permettant d'atteindre une détention de 57,5 % des actions et de 67,52 % des droits à 2,5 € par action alors que, durant le mois précédent l'opération, le cours de l'action à la clôture de SFPI a évolué entre 1,4 et 1,9 €.

À titre d'exemple, le graphique 1.4 présente le bilan de la création de valeur anticipée dans une opération de fusion acquisition dans le cas d'une transaction payée en numéraire.

GRAPHIQUE 1.4

Création de valeur pour les actionnaires anticipée lors d'une acquisition payée en numéraire

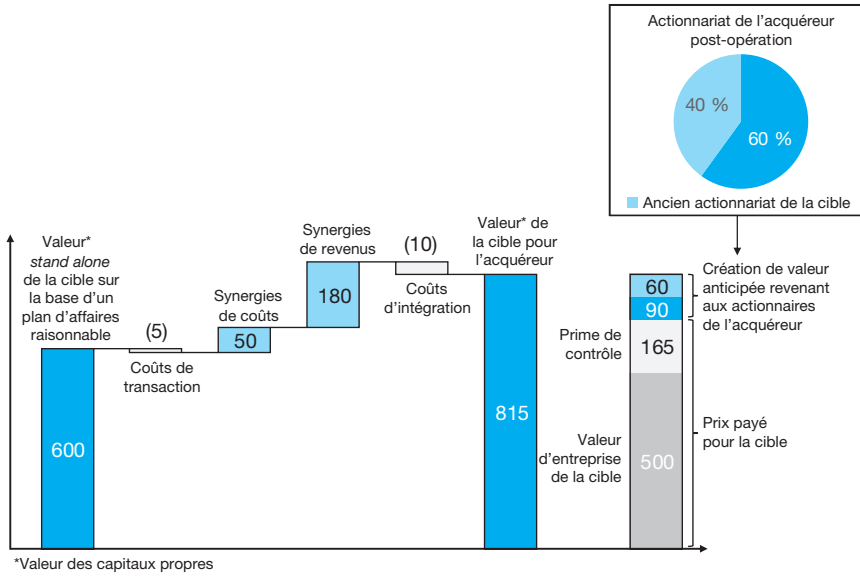


On voit bien que si la valeur de la cible se révèle *ex post* inférieure à 665 millions d'euros (soit la somme de la valeur boursière de la cible et de la prime de contrôle), une partie de la valeur actuelle des synergies sera utilisée pour « éponger » l'écart avec le prix payé. Et si les synergies ont elles-mêmes été surestimées, la création de valeur attendue peut vite se transformer en cauchemar de destruction de valeur, sans parler des coûts de transaction induits par le rapprochement qui pour le coup sont certains !

Dans le cas d'une transaction payée en titres, ce risque est partagé entre les actionnaires de l'acquéreur et les actionnaires de la cible au prorata de la détention dans le nouvel ensemble. Ainsi, si les actionnaires de la cible détiennent 40 % du capital du nouvel ensemble, ils bénéficieraient de 40 % de la création de valeur attendue, soit 60 millions d'euros dans l'exemple du graphique 1.5.

GRAPHIQUE 15

Création de valeur anticipée lors d'une acquisition payée en titres



3.3. Analyse théorique des rapprochements

On peut distinguer deux types de théories quant à l'explication des fusions acquisitions : celles qui font des rapprochements une source de création de valeur (optimisation des coûts de transaction, discipline managériale) et celles qui considèrent les fusions acquisitions comme destructrices ou neutres vis-à-vis de la valeur (cash abondant, *management hubris* ou *management entrenchement*).

Avancée dès 1937 par l'Américain Ronald Coase, la théorie des coûts de transaction soutient que l'organisation et le périmètre d'activité de l'entreprise dépendent d'arbitrages liés aux coûts du recours à des prestataires extérieurs et à ceux correspondant à la réalisation de la même opération en interne. L'équilibre qui résulte de tels choix étant en permanence susceptible d'être affecté par l'environnement dans lequel évolue l'entreprise, le rapprochement ou l'acquisition est parfois une solution adéquate quant à la réduction de ces coûts de transaction et donc de l'optimisation du périmètre du groupe.

Une autre explication liée à des motifs de discipline managériale voudrait que les acteurs les plus performants d'une industrie s'emparent des moins performants ; autrement dit, comme l'ont montré Manne (1965), Alchian et Demsetz (1972), que les fusions acquisitions facilitent la compétition

entre les différents managements. Elle s'applique particulièrement au cas des opérations horizontales, lors desquelles il serait plus facile d'identifier les améliorations potentielles. Une variante dépasse aussi le cadre des opérations horizontales et s'applique aux cas dans lesquels le management de la société visée est si mauvais que virtuellement n'importe qui pourrait faire mieux. Par extension, on peut aussi en rapprocher les cas de sous-évaluation, où la valeur de marché ne reflète pas la valeur intrinsèque ou surtout potentielle d'un groupe.

Certaines théories affirment en revanche que les fusions acquisitions sont neutres, voire ont un impact négatif sur la croissance. C'est le cas des thèses expliquant les fusions par l'existence d'une trésorerie abondante. En effet, dans cette hypothèse, l'entreprise détentrice d'une trésorerie aurait tendance à ne pas l'utiliser à bon escient : notamment en acquisitions payées trop chères.

La théorie dite du *management hubris* ou *managerialism*, avancée par Richard Roll en 1986, tente de mettre en évidence le fait que ces opérations n'ont pas nécessairement des motivations économiques. Les prétentions et l'orgueil du management auraient ainsi un pouvoir explicatif important quant à la multiplication des fusions. Non seulement celles-ci reflèteraient, *via* des primes d'acquisition généreuses, la trop grande confiance des dirigeants mais seraient aussi la manifestation ultime de leurs *ego*. Cette thèse a des vertus explicatives quant aux motivations et quant au déroulement du processus de négociation.

On peut aussi y ajouter le modèle du *management entrenchment* proposé par Shleifer et Vishny en 1989 : le manager se préoccupe davantage de l'image qu'il renvoie aux actionnaires que de la valeur créée pour le compte de ceux-ci. Réticent à verser des dividendes, il préfère réaliser des investissements, notamment des acquisitions souvent payées trop cher, mais ayant du point de vue du manager le mérite de conforter sa position, de retarder son départ en retraite, etc.

En 2009, Devos met en avant que le motif principal des rapprochements d'entreprises repose principalement dans les avantages fiscaux qui en découlent, ainsi que dans l'accroissement du pouvoir de marché et dans les optimisations en termes d'efficacité pour créer de la valeur.

En 2010, Hoberg et Phillips montrent que les opérations de fusions acquisitions sont plus probables entre entreprises similaires. Néanmoins, leur analyse fait ressortir que les rendements les plus forts sont obtenus lorsque l'entreprise acquise est différente des concurrents de l'acquéreur, et possède des produits ou services uniques, permettant d'exploiter des synergies reposant sur une offre unique et différenciante sur le marché.

Bien d'autres explications, qu'elles soient fiscales, psychologiques ou boursières, ont été avancées. Les motifs de rapprochements sont donc

légion ! Hélas, comme le montrent les études empiriques que nous allons aborder maintenant, nulle motivation n'a jamais garanti le succès.

Analyse empirique des rapprochements

La motivation principale d'un rapprochement entre deux entités est le gain de temps que permet la croissance externe par rapport à la croissance interne dans l'optique d'accéder à des marchés difficiles où les barrières réglementaires, financières, culturelles, géographiques ou technologiques sont importantes. Certes ! Mais la croissance externe est un processus dynamique qui est toujours source de dysfonctionnements, de déstabilisations qui prennent du temps à se résorber et qui présentent un coût réel et d'opportunité pour un acquéreur potentiel, bref des risques ! Il n'est pas rare de voir un acheteur revendre tout ou partie des activités acquises dans certaines zones géographiques pour éviter de disperser son effort d'intégration et se concentrer sur les pays où la mise en œuvre des synergies présente des risques d'exécution moins élevés. De même, les synergies réalisées peuvent se révéler moindres que celles anticipées avec des coûts d'implantation plus élevés, notamment du fait des difficultés d'intégration liées aux changements de culture d'entreprise qui sont malheureusement difficiles à quantifier en amont. Ainsi, l'intégration des équipes d'une entreprise indépendante à une société mère imposante peut en effet s'avérer périlleuse !

Mais surtout l'évolution du marché peut remettre profondément en cause la mise en œuvre des synergies prévues. Ainsi, en 2020, dans le cadre du projet de fusion entre Peugeot et Fiat-Chrysler pour créer Stellantis, les deux groupes avaient prévu des synergies de coûts totales estimées à 5 milliards d'euros en année pleine (soit environ 3 % des revenus 2019 consolidés des deux entités), avec un coût de mise en œuvre estimé à 4 milliards d'euros. Le plan de fusion prévoyait d'atteindre 80 % de ces synergies en 2024. Dans le détail, les trois quarts de ces synergies de coûts devaient être atteintes grâce à l'optimisation des plateformes de production, et des économies d'échelle pour les achats, le solde étant associé à la mutualisation de la R&D et des fonctions support. Après un début en fanfare avec des synergies qui surpassent les attentes les trois premières années, l'année 2024 marque un tournant : face à l'effondrement du marché automobile, le CEO du groupe est remercié, la marge opérationnelle de Stellantis passe de 12,3 % à 5,5 % du chiffre d'affaires et le groupe ne communique plus sur la mise en œuvre des synergies !

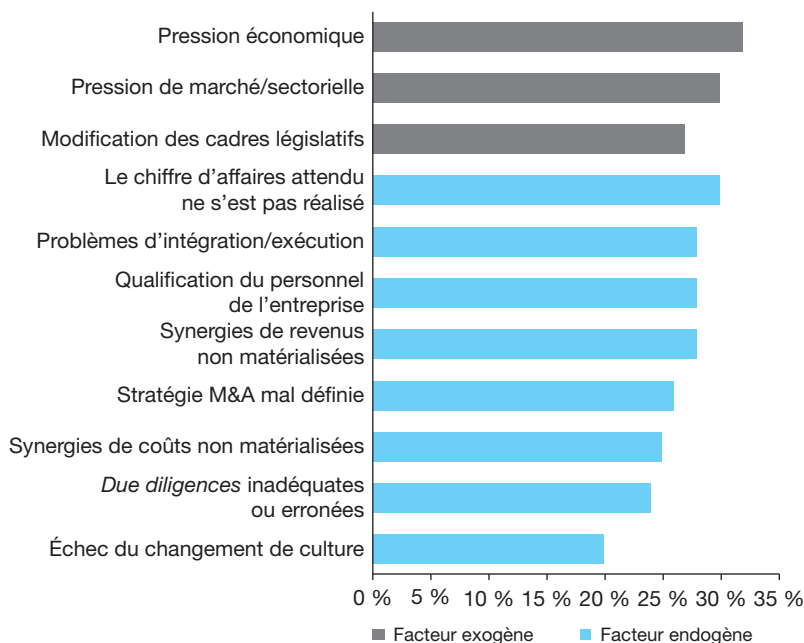
Les principales études empiriques montrent ainsi qu'entre 50 et 75 % des opérations de rapprochement se traduisent par des échecs en raison de leur incapacité à créer la valeur anticipée lors de l'annonce du rapprochement.

Le graphique 1.6 reprend les principales raisons d'échec d'une opération de fusion acquisition pour un industriel. Celles-ci peuvent être classées

dans deux grandes catégories : exogènes et endogènes. Comme souvent, la réalité est beaucoup plus complexe qu'une simple typologie ne veut bien le faire paraître : l'échec d'une opération relève souvent de la combinaison de plusieurs facteurs exogènes et endogènes.

GRAPHIQUE 1.6

Principales raisons d'échec pour une opération de fusion acquisition



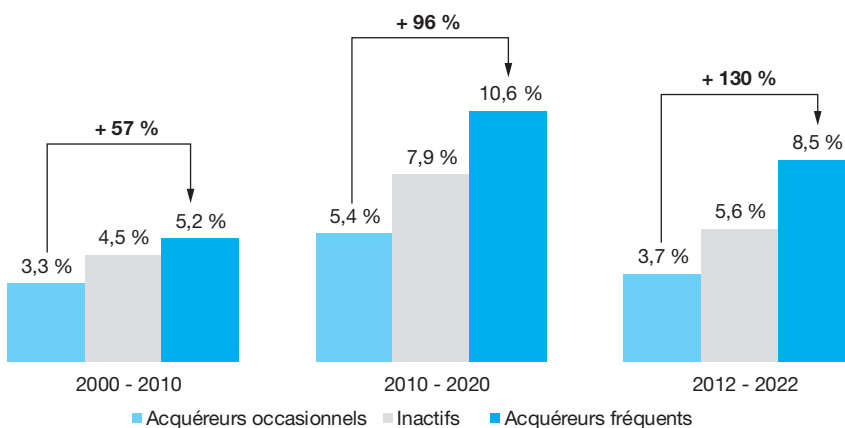
Source : Deloitte 2020.

Les opérations de fusions acquisitions n'échouent jamais pour une raison unique. Les raisons se recoupent, ce qui peut rendre floue la lecture de ces échecs. Ainsi, Marc Bertonèche a brillamment synthétisé en sept « péchés capitaux » les principales raisons d'échec des transactions de M&A. On retrouve certains des facteurs mentionnés dans le graphique 1.6 : le fait de payer trop cher, de minimiser l'importance du processus d'intégration, et les différences culturelles entre l'acquéreur et la cible (souvent niées par un management désireux d'uniformiser la culture d'entreprise du groupe). Bertonèche considère également que la taille de la cible a un rôle dans les échecs, ainsi que le départ des personnes clés ou encore que l'acquéreur n'a pas su résister à la pression des parties ayant un intérêt dans l'aboutissement de l'opération, telles que le conseil d'administration ou les conseils financiers.

Comme le montre le graphique 1.7, en matière de croissance externe, il faut être un tueur en série et non un meurtrier occasionnel ! En effet, les acquéreurs occasionnels (effectuant moins d'une opération par an), non seulement sous-performent les acquéreurs fréquents (une opération ou plus par an), mais sous-performent même les sociétés n'effectuant aucune croissance externe, et se limitant à de la croissance organique.

GRAPHIQUE 1.7

Total shareholder returns comparés sur des périodes de 10 ans pour différents types d'acquéreurs



Source : Bain, global M&A report, 2023.

D'autres travaux de recherche ont tenté de quantifier l'impact d'une opération de fusion acquisition sur la performance opérationnelle grâce à l'étude de divers paramètres. En voici quelques-uns.

- Brown, Finn et Hope en 2000 se sont intéressés aux flux de trésorerie opérationnels et ont mis en avant une baisse de la génération de flux de trésorerie sur la période post-acquisition. En revanche, les travaux de Rahman et Limmack ont démontré en 2004 un écart significatif de performance en termes de flux de trésorerie à 5 ans en faveur des sociétés ayant réalisé des acquisitions par rapport à leur échantillon de contrôle.
- En 2002, Sharma et Ho ont étudié différents agrégats et critères (flux de trésorerie, marge, dividendes par action, etc.) et n'ont pas constaté d'amélioration de la performance opérationnelle après une opération de fusion acquisition.

Pour les sociétés cotées, une littérature abondante existe afin de tenter de quantifier la création de valeur liée aux fusions acquisitions.

Selon une étude de 2021 de J.K. de Groot, on observe qu'au moins sur le court terme les investisseurs réagissent positivement à l'annonce d'une acquisition. Ainsi, dans les 20 jours suivant l'annonce d'une acquisition, les taux de rentabilité anormaux cumulés des acquéreurs cotés augmentent jusqu'à 3 %. Si l'on analyse ces taux de rentabilités anormaux entre le vingtième jour avant l'acquisition et le vingtième jour après l'acquisition, ceux-ci peuvent augmenter jusqu'à 5 %.

Pour juger du succès ou non d'un rapprochement les analyses ont recours à la méthode de l'étude d'événement, qui consiste à mesurer les taux de rentabilité anormaux des sociétés cotées concernées, c'est-à-dire la part non systématique dans la performance de leurs titres respectifs. Le taux de rentabilité anormal se mesure comme la différence entre la performance boursière d'un titre – en général dans la période comprise entre 40 jours avant l'opération à 40 après – et la performance théorique qui aurait été constatée si l'opération n'avait pas eu lieu, en se fondant sur la performance globale du marché sur cette période. Il apparaît d'emblée que seuls les actionnaires de la cible profitent de la création de valeur *via* la prime de contrôle comprise généralement entre 25 et 35 %, tandis que la performance des actions de l'entreprise initiatrice à la suite du rapprochement se situe généralement aux alentours de 0 %, voire légèrement négative, comme le montre le tableau 1.2 pour le marché américain. Ceci paraît finalement assez logique, puisque sur un marché à l'équilibre les actifs sont théoriquement payés à leur juste prix. Une étude menée en 2006 par Campa et Hernando sur la période 1998-2002 et concernant 244 transactions réalisées sur le marché européen aboutit à des résultats concordants quoique plus nuancés. Ces résultats doivent dans tous les cas être maniés avec la plus grande prudence, tant la définition de l'échantillon d'étude et les méthodes d'analyse peuvent influencer sur le résultat. Bien sûr, l'expérience antérieure de la croissance externe, la connaissance du métier de la cible sont autant de facteurs qui favorisent une création de valeur pour un initiateur donné.

TABLEAU 1.2

Taux de rentabilité anormaux moyens observés sur le marché américain

	1973-1979	1980-1989	1990-1998
Cible	16 %	16 %	15,9 %
Initiatrice	- 0,3 %	- 0,4 %	- 1,0 %
Cible + Initiatrice	1,5 %	2,6 %	1,4 %

Source : Andrade, Mitchell et Stafford (2001).

En 2007, Alexandridis, Antoniou et Petmezas se sont eux aussi intéressés aux rentabilités anormales des initiateurs post-opération, et ont observé des performances négatives de $-0,38\%$ par mois à l'horizon d'un an et de $-0,58\%$ par mois à l'horizon de trois ans. Ces performances s'expliquent par la surévaluation de la cible par les acquéreurs lors de l'acquisition, qui induit une sous-performance de leur titre.

L'ESSENTIEL DU CHAPITRE

Une opération de fusion acquisition est une transaction portant sur le transfert d'une activité économique dont la forme, l'objet et le périmètre sont définis entre les parties. Les parties prenantes (entreprises industrielles, fonds de *private equity*, États, familles, établissements financiers, etc.) s'accordent sur un prix et des modalités de la transaction et notamment le choix d'une méthode de paiement : cash, titres ou même les deux. Il est essentiel de distinguer **valeur** et **prix**.

L'étude des motivations stratégiques d'un rapprochement peut être abordée à partir de plusieurs typologies complémentaires. Un rapprochement entre deux entreprises industrielles ou commerciales peut aussi bien s'inscrire dans une logique stratégique que dans une logique purement financière. Selon leurs motivations stratégiques, les fusions acquisitions sont classées en quatre catégories : les **opérations horizontales**, les **opérations verticales**, les **opérations de diversification** et les **opérations conglomerales**. Les motivations des opérations de croissance externe peuvent être de deux types : offensives ou défensives selon le positionnement stratégique de l'acquéreur par rapport à sa cible.

La prime de contrôle est le plus souvent expliquée par les synergies anticipées. Pour l'acheteur industriel, le diagnostic stratégique doit permettre d'estimer les principales synergies attendues, ainsi que leurs coûts et leurs délais de mise en œuvre respectifs. Elles peuvent être de deux natures : **synergies de revenus** ou **synergies de coûts**. La **prime de contrôle**, qui est la majoration du prix payé par l'acquéreur pour prendre le contrôle d'une entreprise, s'explique majoritairement par la valeur actuelle des synergies envisagées. D'après différentes études empiriques, plus de la moitié des opérations de rapprochement sont des échecs dans la mesure où elles ne créent pas la valeur anticipée lors du rapprochement.

Questions

1. Quelle est la différence entre valeur et prix ?
2. Les transactions payées en cash sont-elles plus fréquentes que les transactions payées en titre ?
3. Quelles sont les motivations les plus courantes d'une acquisition effectuée par un industriel ?

4. Quelles sont les deux grandes catégories de synergies dégagées lors d'un rapprochement ? Quelles sont les synergies les plus faciles à mettre en œuvre ?
5. Citez trois exemples de rapprochements récents et analysez la dynamique stratégique de ceux-ci.
6. Une opération horizontale crée-t-elle davantage de valeur qu'une opération verticale ?
7. Comment quantifie-t-on les synergies de coût ? À quels types de coûts doivent-elles être associées ?
8. La prime de contrôle payée lors d'un rapprochement doit-elle être inférieure à la valeur actuelle des synergies ?
9. Une société possède 49 % du capital d'une autre société, doit-elle payer une prime de contrôle pour acheter 2 % du capital de cette société ?
10. Pourquoi la majorité des opérations de M&A ne créent-elles pas la valeur attendue ?
11. Qui sont statistiquement les bénéficiaires d'une opération de rapprochement d'entreprises : les actionnaires de la cible ou ceux de l'initiateur ?

Bibliographie

- Bruner Robert, *Applied Mergers and Acquisitions*, Wiley, 2021.
- Sirover Mark et Weirens Jeff, *The Synergy Solution: How Companies Win the Mergers and Acquisitions Game*, Harvard Business Review Press, 2022.
- Meier Olivier et Schier Guillaume, *Fusions, acquisitions*, 7^e édition, Dunod, Paris, 2023.
- Grant Robert, *Contemporary Strategy Analysis*, 12^e édition, Wiley and Sons, Hoboken, 2024.
- Reed Lajoux Alexandra, *The Art of M&A: A Merger, Acquisition, and Buyout Guide*, 6^e édition, McGraw Hill, 2024.
- Cooper Cary et Finkelstein Sydney, *Advances in Mergers and Acquisitions*, Vol. 23, Emerald Publishing Limited, 2024.
- Gu Feng et Lev Baruch, *The M&A Failure Trap: Why Most Mergers and Acquisitions Fail and How the Few Succeed*, Wiley, 2024.
- Garrette Bernard, Lehmann-Ortega Laurence, Leroy Frédéric, Dussauge Pierre, Durand Rodolphe et al., *Stratégor : Toute la stratégie de la start-up à la multinationale*, 9^e édition, Dunod, Paris, 2024.
- Ciunfrini Mario et Scardovi Claudio, *Handbook of Mergers and Acquisitions*, EGEA Spa - Bocconi University Press, 2025.